



Deflación y trampa de liquidez "revisitadas": EEUU tras el cambio de política de la Fed

Álvaro Espina *

Tema: ¿Aguantará la economía real que la política monetaria vuelva a la normalidad?

Resumen:

Tras tres años y medio de laxitud extrema, la Reserva Federal cambia la orientación de su política monetaria. El afán por evitar caer en el precipicio económico por el que se arrastró Japón el pasado decenio aconsejó a la Fed aplicar la receta nekeynesiana, administrándola en dosis masivas. El tratamiento parece haber acabado con la amenaza de deflación, pero al mismo tiempo puede haber embriagado al enfermo, evitando que corrigiera los excesos en los que había incurrido durante el *boom* de los noventa, y estimulado la aparición de nuevos desequilibrios en los mercados globales, bajo la forma de burbujas en la valoración de toda clase de activos. Muchos temen que estos desequilibrios pasen ahora la factura y que apenas se normalicen los tipos de interés el consumo se derrumbe, arrastrando a la economía hacia la recesión. Otros piensan, en cambio, que el empujón monetario ha sido eficaz y que la economía real tomará ahora el relevo

Análisis: Introducción: Greenspan frente a los rendimientos crecientes

Desde que el Presidente George W. Bush tomó posesión en el año 2001, Alan Greenspan se ha convertido en un visitante asiduo de las dependencias políticas de la Casa Blanca.^[1] Independientemente de sus contactos regulares con el Consejo de Asesores Económicos, antes de 2000 no realizaba más de tres visitas al año; desde entonces, el número creció hasta 44, incluyendo contactos frecuentes con el vicepresidente Cheney y su jefe de gabinete, así como con el secretario Rumsfeld y la consejera Rice. En paralelo con este arrebato de asiduidad –que ha llegado a comprometer públicamente la independencia del órgano que preside– sus decisiones monetarias –y sus declaraciones públicas– muestran también un elevado grado de coordinación con las necesidades actuales de la estrategia electoral del Presidente. Con razón señalaba Hans Tietmeyer estos días que la apariencia de independencia del banco central exige incluso alejar lo más posible la sede física del Banco de la del Gobierno.^[2]

En efecto, una interpretación de su labor tras el pinchazo de la burbuja financiera a comienzos de 2001 señala que la sintonía política de la Fed con el gobierno ha llegado casi hasta la subordinación, manteniendo contra viento y marea la etapa de relajación absoluta de la política monetaria más duradera de la historia monetaria de EEUU –en paralelo con la irresponsabilidad fiscal del gobierno republicano–, llevándola de forma temeraria hasta la víspera misma de las elecciones de noviembre, y comenzando a elevar los tipos a finales de junio, cuando ya no pueden perjudicarle –dado que la transmisión de los efectos de la política monetaria dura al menos un semestre–, haciendo

* Álvaro Espina Montero, Vocal asesor de la Dirección General de Política Económica (Ministerio de Economía, España) y profesor asociado del Departamento de Sociología I (Universidad Complutense de Madrid).

abstracción de los efectos a medio y largo plazo de estas políticas sobre el agravamiento de los desequilibrios en la economía global.

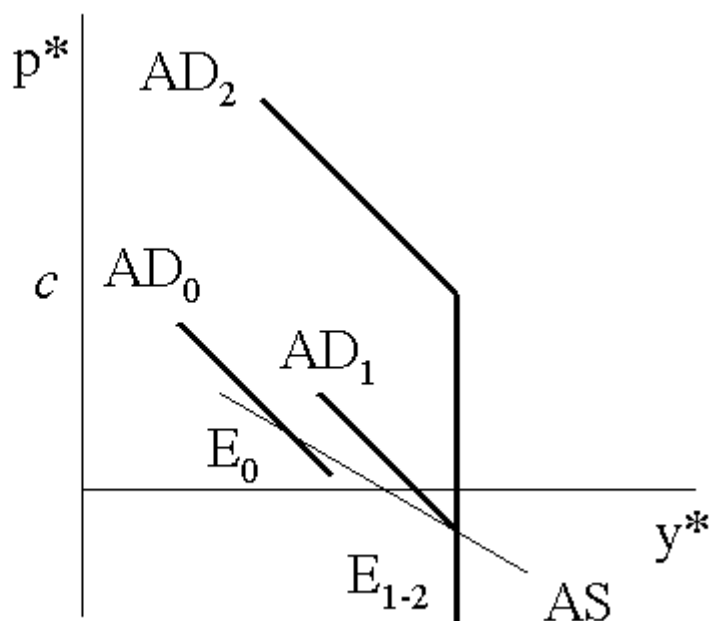
Desde otra perspectiva se afirma, en cambio, que la suya era la política adecuada para neutralizar la amenaza de trampa de liquidez, prolongada y aumentada en 2003 por la guerra de Irak. De hecho, esa es la política recomendada por Paul Krugman para tales situaciones –aunque lo que se cuestiona es tan solo lo ocurrido durante el último año, no la etapa anterior–. La mayoría de los expertos reunidos por la Universidad de Wharton opina que el año electoral no ha tenido la menor influencia sobre el calendario de decisiones de la Fed.^[3] Desde esta perspectiva son los líderes económico-tecnológicos quienes determinan cuándo es el momento de abandonar la estrategia de estabilidad y sustituirla por otra de crecimiento, y ese momento ya ha llegado,^[4] de modo que la Fed no estaría haciendo otra cosa que constatar el hecho y actuar en consonancia con el repunte de la actividad y de la inflación. Esa ambivalencia es el principal rasgo de la maestría con que Greenspan ha dirigido la política monetaria de su país, y del mundo.

Ahora bien, con independencia de la elevación de precios del petróleo –cuyo *shock* se produce una sola vez, y sus efectos inflacionistas duran sólo doce meses– en el contexto actual la difusión generalizada de la economía digital introduce una nueva dinámica en la que cada vez un mayor número de áreas de actividad se beneficia de rendimientos crecientes. Y en una economía con rendimientos crecientes apenas hay concavidades ni tendencias hacia los equilibrios estables, sino que, por el contrario, prevalece el sesgo hacia la convexidad y hacia una mayor entropía. En esta economía las trampas de liquidez son tanto más temibles cuanto que la libre competencia propende al descenso de los precios –lo que se ve amplificado por la competencia económica global en los mercados convencionales y por la holgura del mercado de trabajo–, hasta el punto en que la política monetaria puede convertirse en un artefacto inservible –como sucediera en Japón–.

De este modo, si en la crisis de 1991-1992 la Fed bajó los tipos de interés hasta el 3%, y en la de 2001-2003 lo hizo hasta el 1%, ¿qué hará Greenspan si la acumulación de desequilibrios hiciese que la próxima crisis fuese todavía más grave, en caso de que la economía entrase en deflación? El Gráfico 1 refleja esa situación, en la que la relajación monetaria no tiene el más mínimo efecto sobre la economía real (¡pero sí sobre la de la burbuja, que no aparece en el gráfico porque los precios de los activos no entran en el índice de inflación utilizado por la Fed!).

En cambio, en el Gráfico 1 presentado en *Sobre estabilidad de precios, deflación y trampas de liquidez en el G3* (RIE, DT 2004/2) la curva de oferta agregada tenía pendiente positiva, de acuerdo con su perfil convencional (derivado de los rendimientos decrecientes, que prevalecen en el análisis microeconómico de corto plazo). Sin embargo, en la economía actual el nivel general de precios no influye sobre el *output* a escala macroeconómica (lo que abogarían por una curva AS plana, propia de los rendimientos constantes). La curva AS con pendiente negativa que figura en el Gráfico 1 –aunque menos pronunciada que la de la curva de demanda, AD–, se debe a los rendimientos crecientes de la nueva economía, que producen expectativas de precios decrecientes (P^*).^[5] Este nuevo contexto hace que coexistan aumentos del *output* con descensos del nivel general de precios, introduciendo un sesgo deflacionista adicional en el funcionamiento de la economía, lo que amplifica la amenaza de trampas de liquidez a la que se enfrenta Greenspan tras el cambio de política monetaria.

Diagrama I:
Trampa de
Liquidez con
rendimientos
crecientes
(Economía
real)



La amenaza de deflación se desvanece... por el momento

Dicho todo lo cual, el Presidente de la Fed tiene razón al considerar que la amenaza de deflación se ha desvanecido momentáneamente, por mucho que los riesgos de que reaparezcan situaciones de trampa de liquidez no hayan disminuido.^[6] Antes al contrario, aquella amenaza puede haber aumentado, como consecuencia de la sobrevaloración de los mercados mundiales de activos, fruto de la conversión de la economía norteamericana en una "Economía de activos", ya que el valor de los activos inmobiliarios de los hogares creció un 84% entre 1994 y 2003. Las acciones, por su parte, pasaron de representar del 19% al 35% del total de su riqueza durante el período 1994-1999 (volviendo al 24% a finales de 2003).^[7] Todo ello alimentado por la fuga hacia adelante en la política monetaria –verdadero combustible para el motor de esta economía–, que se verá puesta a prueba durante toda la etapa de normalización que ahora comienza.^[8]

Una prueba que afectará al mercado global, aunque su principal beneficiaria haya sido la economía norteamericana; de ahí que algunos hayan visto en todo ello la versión económica y monetaria del unilateralismo neoconservador que ha caracterizado la política internacional del Presidente Bush *junior*. Este unilateralismo se refleja en el desmesurado papel que pretende desempeñar EEUU en el liderazgo económico del mundo desde 1995, y en la "pretenciosa" pretensión de transformar el significado de los desequilibrios internos –como el del imparable déficit exterior (5,1%), conectado con el déficit público–^[9] en virtudes y/o sacrificios asumidos en aras del crecimiento económico global. En cambio, para el "avinagrado" punto de vista de Stephen Roach, los equilibrios todavía importan, y, o bien dejamos de escuchar los cantos de sirena del crecimiento desbocado y nos dedicamos a recuperar los fundamentos, o cualquier día la música dejará de tocar.^[10]

El problema de la burbuja en los mercados de activos resulta ya tan evidente que atemoriza incluso a los grandes inversores en bonos, que pasan por ser los principales beneficiarios de la política de bajos tipos de interés, aunque en realidad sólo lo sean los inversores especulativos, mientras que el inversor estable desea, lógicamente, tipos de interés elevados, que remuneran mejor a los ahorradores. Por eso, el principal gestor de fondos de renta fija del mundo clamaba recientemente contra la política de la Fed, exigiendo que castigase sus propios intereses elevando los tipos de interés.^[11] La reunión del FOMC de finales de junio significa el *turning point* que inicia la etapa de subidas.

En cambio, las burbujas de los mercados de valores producen el espejismo de unas ganancias de capital cuyo efecto riqueza ficticio^[12] resulta tanto más dañino cuanto que hace bajar la guardia de los hábitos de ahorro de los hogares –retroalimentando el efecto penalizador de los bajos tipos de interés. Esto no se corrige sólo con “alfabetización financiera”, como parece pensar Greenspan,^[13] sino que hace todavía más temible la caída en situaciones de trampa de liquidez. De ahí que el último año de crecimiento económico desbocado pueda costar muy caro.^[14]

En el Documento de trabajo *Sobre estabilidad de precios, deflación y trampas de liquidez en el G3* se señalaba que el “efecto ricardiano” –según el cual los ahorradores responden al aumento del déficit fiscal con elevaciones de los tipos de interés de largo plazo, para cubrirse contra futuras elevaciones de impuestos– había quedado encubierto por la política activista de la Fed, que hasta comienzos de abril había logrado mantener el rendimiento del bono a diez años por debajo del 4%. Finalmente, la Fed permitió que este rendimiento se elevara hasta el 4,9% el 14 de junio, dejándolo caer suavemente hasta finales de junio, tras anunciar el FOMC el cambio de tendencia hacia la normalización de la política monetaria, lo que resulta coherente con unas expectativas de inflación del 2% y una remuneración real del ahorro colocado en inversiones sin riesgo y a largo plazo (10 años) del orden del 2,5%-2,6%, que es lo que vienen exigiendo los mercados (frente al 2,1%-2,2% en Europa). Para el Gobernador Bernanke, buena parte del traumatismo del ajuste ya se ha absorbido por los mercados, si bien es verdad que hasta la llegada del verano todavía no se había registrado la primera elevación de los tipos de interés (y los hogares todavía no habían empezado a soportar la carga efectiva del servicio de su deuda).^[15]

En cualquier caso, el diferencial de 365-380 puntos básicos (*pb*) respecto a los fondos federales es actualmente casi cien *pb* superior al existente hace diez años, en el momento de iniciarse la normalización de 1994, lo que implica que los mercados ya se están cubriendo frente a una subida de entre 300 y 400 *pb* y están descontando subidas de tipos superiores a las que promete Greenspan, por causa precisamente del déficit federal, como había previsto el FMI.^[16] En cambio, la experiencia de la consolidación fiscal europea demuestra que el ajuste presupuestario a través de la reducción del gasto resulta más duradera y favorable al crecimiento que la conseguida vía reducción de impuestos.^[17]

La política fiscal y monetaria norteamericana del último ejercicio han funcionado como un artefacto perfecto para la creación de burbujas, de muy difícil salida. El compromiso adquirido por la Fed de realizar un ajuste suave y mesurado^[18] no sirve de paliativo, sino que puede estar retroalimentando el “síndrome multiburbuja”, al asegurar a los especuladores de que la política monetaria no les sorprenderá. Para el avinagrado (“*jaundiced*”) Stephen Roach, este es un “error político garrafal de proporciones épicas” porque este aviso a los mercados lo están empleando los beneficiarios del arbitraje (*carry-trade*) para seguir haciendo su agosto, tomando prestados a corto plazo fondos federales al 1% y comprando bonos del Tesoro a diez años, que rinden entre un tres y un cuatro por ciento más. Mientras existía la amenaza de una inversión rápida de la política monetaria (como la de 1994), el riesgo de tipos de interés mantenía bajo control la especulación, pero la garantía de aviso previo la facilita, retroalimentando la hinchazón de ésta y de otras burbujas (principalmente la inmobiliaria, facilitando la refinanciación de las hipotecas para ampliar el crédito al consumo de los hogares menos ricos, más expuestos también al riesgo de tipos de interés).^[19]

Indicadores inciertos, pero generalmente positivos

Durante los últimos tres años el aumento de las ventas de las empresas no se había visto acompañado de nuevas contrataciones. Aunque la renuencia a adquirir nuevos

compromisos y riesgos laborales parece estarse desvaneciendo en 2004,^[20] todavía en el primer trimestre las horas trabajadas en la industria manufacturera habían caído un 2% (y un 2,6% en la industria de bienes duraderos) respecto al primer trimestre de 2003. En abril y mayo, la tasa desestacionalizada de empleo de la población mayor de 15 años se situaba en el 62,2% (todavía por debajo de igual período de 2003), y su tasa de desempleo en el 5,6%, entre cuatro y cinco décimas menos, lo que se debió, sin embargo a una caída similar en la tasa de actividad durante los últimos doce meses. Según los sindicatos, un total de tres millones ochocientos mil personas habían engrosado en mayo las listas del desempleo, subempleo y de población desanimada desde enero de 2001, pese al aumento del empleo en 353.000 efectivos durante el mes de marzo, seguido de aumentos de 346.000 en abril y de 248.000 en mayo, lo que significa un fuerte repunte.^[21]

Un cierto retraso en el crecimiento del empleo ha venido siendo habitual, debido a las fluctuaciones de la productividad a lo largo del ciclo económico, pero en marzo de 2004, 28 meses después de la última recesión, el empleo se situaba todavía un 0,5% por debajo del existente en noviembre de 2001, mientras que en fechas equivalentes para la recesión de 1990 ya había crecido un 2% (y un 8% para la media de las recesiones de posguerra). La causa de ello es el cambio estructural,^[22] pero, además, la larga etapa de bajos tipos de interés fomenta las líneas de inversión con elevada relación capital/trabajo –algo que se prolongará un año más, como mínimo–. Finalmente, la deslocalización y el *outsourcing* derivados del “arbitraje laboral global”, no parecen tener visos de terminar, ni siquiera aunque se aplicasen las medidas fiscales previstas en el programa del candidato John Kerry –que podrían tener, en cambio, la consecuencia no deseada de impulsar la deslocalización, no ya de las empresas subsidiarias de las Multinacionales (MNC's), sino de las propias matrices. En cambio, para combatir las asimetrías fiscales Gary Clyde Hufbauer y Paul Grieco proponen renegociar las reglas de la WTO que permiten los ajustes fiscales en frontera de los impuestos indirectos, pero no los de los impuestos directos, lo que perjudica a EEUU.^[23]

En el primer trimestre de 2004 la productividad/hora de las empresas no financieras había crecido un 6,4% respecto a igual período del año anterior y los costes laborales por hora trabajada un 4,9%, de modo que los costes laborales unitarios cayeron un 1,4%. La aceleración de la productividad desaceleró el crecimiento de las horas trabajadas hasta un ritmo anual del 0,3%. Por su parte, los CLU de la industria manufacturera crecieron en el primer trimestre de 2004 a un ritmo del 0,9% respecto al mismo período de 2003, ya que la productividad /hora aumentó un 5,2% (con una caída anual de las horas trabajadas del 2,0%), mientras los costes laborales por hora crecían a un ritmo del 6,1% anual. En el conjunto de 2003 las cifras correspondientes habían sido 0,4% para los CLU, 5,1% para la productividad y 5,6% para los costes laborales: jesto es, la caída media anual de las horas trabajadas en las manufacturas fue del 4,8%!^[24]

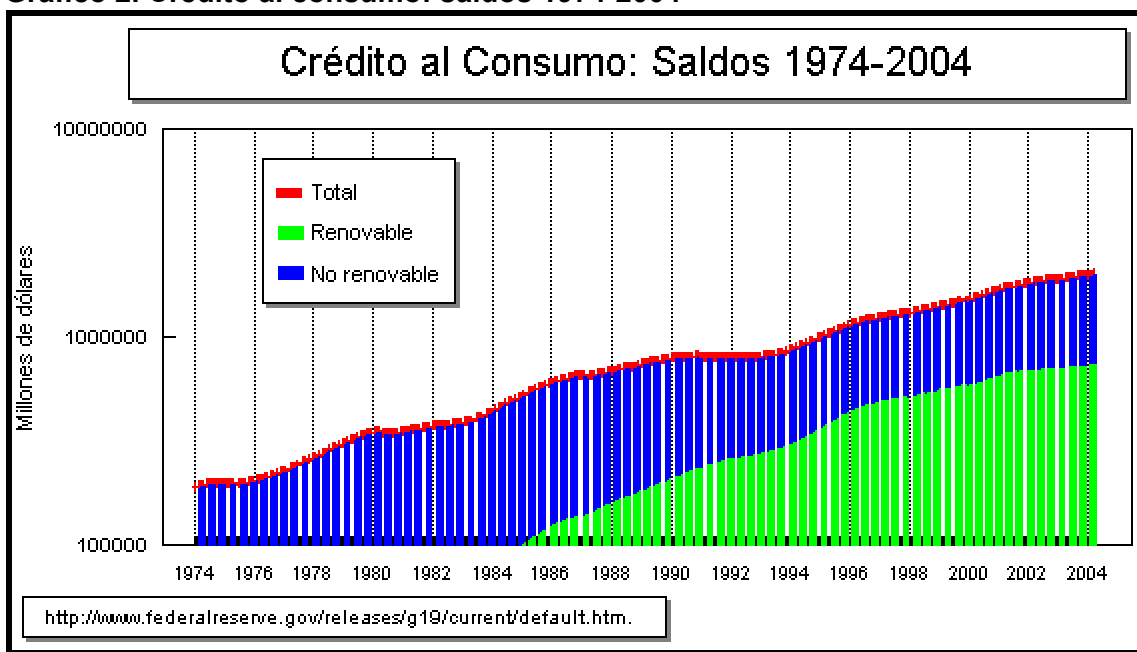
La utilización de la capacidad industrial aumentó durante el primer trimestre de 2004 un punto respecto al cuarto de 2003, situándose en el 76,4%, todavía 8,3 puntos por debajo del máximo trimestral de la serie desestacionalizada, registrado en 1988-1989 (84,8%), y 4,8 puntos por debajo de la media del período 1972-2002 (81,3%); no obstante, había aumentado 2,3 puntos respecto al segundo trimestre de 2003, y superaba en 1,1 puntos la del primer trimestre de 2002 –situándose la producción industrial un 2,8% por encima de la del primer trimestre de 2003–. En mayo, la capacidad creció a un ritmo del 1,2% anual; su utilización se situó en el 77,8% (aumentó 3,7 puntos en un año) y la producción creció un 6,3% respecto a mayo de 2003 –habiéndose registrado un aumento del 1,2% en la capacidad instalada a lo largo de los últimos doce meses–.^[25]

Ciertamente, los cambios tecnológicos más recientes han aumentado la flexibilidad en las relaciones entre *inputs* y *outputs* de las empresas, abaratando el mantenimiento de los

excesos de capacidad y aumentando la velocidad de entrada en funcionamiento del nuevo equipo, lo que ha hecho disminuir la eficacia predictiva de todos los indicadores de capacidad industrial,^[26] especialmente en un contexto de costes financieros reales negativos, como los de los últimos seis trimestres.^[27] No obstante lo cual, el ritmo de crecimiento parece considerable.

Por su parte, el crecimiento del crédito al consumo, cuya tasa anual alcanzó un mínimo durante la primavera de 2003 –en torno al 4%–, se situó durante el primer trimestre de 2004 en torno al 5% (véase el gráfico adjunto), cuando todavía la cifra de quiebras personales se encuentra en niveles máximos históricos y la situación financiera de los hogares en situación de gran vulnerabilidad con respecto a la aparición de *shocks* adversos y ante la eventualidad de elevaciones bruscas del tipo de interés.^[28] Los balances financieros de los hogares pasaron de una *ratio* deuda/ingresos disponibles del 60%-70% en el período 1975-1985 a otro del 111% a comienzos de 2004 (frente a un 90% respecto a la renta bruta en España, superior ya a la media de la UEM). La carga financiera para hacer frente a capital e intereses se estabilizó durante los últimos tres años en torno al 13,2% de los ingresos, que es la cifra de diciembre de 2003, aunque un ajuste de las deducciones fiscales por hipotecas reduciría esta carga en un punto porcentual.

Gráfico 2. Crédito al consumo: saldos 1974-2004



Es cierto, sin embargo, que la vulnerabilidad financiera de los hogares depende en gran medida de la debilidad del mercado de trabajo. Si el repunte actual en el crecimiento del empleo resultase firme y duradero, sus balances financieros mejorarían considerablemente.^[29] Existen ciertos indicios, sin embargo, de que las cifras de empleo de los tres últimos trimestres puedan haberse visto afectadas por los ajustes en la muestra de empresas realizados recientemente por el BLS para tomar en consideración los efectos de creación y desaparición de empresas.^[30]

No cabe la menor duda del impacto de la burbuja de los activos inmobiliarios sobre la propensión al consumo y el descenso del ahorro de los hogares, tanto en EEUU^[31] como en España^[32] y en otros países de la OCDE. La corrección necesaria para que la *ratio* precio de la vivienda/ingreso disponible recuperase el nivel medio de los últimos treinta años sería del 30% en España, del 25% en el Reino Unido y Holanda, del 20% en Australia e Irlanda, del 15% en Nueva Zelanda y del 10% en EEUU.^[33] Ciertamente, este

aserto no toma en consideración los cambios en la capacidad de carga financiera de los hogares derivados del avance de la renta disponible y de la caída estructural de los tipos reales de interés en la zona euro, y especialmente en España,^[34] pero indica que la sobrevaloración de activos es un fenómeno general, del que sólo se han salvado, dentro de la UE, los países aquejados de recesión.

Probablemente como antídoto contra una aterrizaje no tan suave como viene pronosticando la Fed, Alan Greenspan considera inevitable –y casi recomienda– las fusiones bancarias para dar un paso adelante en la consolidación del sistema, que ya experimentó un gran salto durante los últimos ocho años, en los que la cuota de mercado de los diez mayores bancos pasó de representar un 29% a un 46% del total de activos bancarios.^[35] Los dos primeros movimientos registrados durante el primer semestre de 2004 –el de BoA y el de JP Morgan– fueron acogidos favorablemente por el FRS, lo que previsiblemente ocurrirá ahora también con la adquisición de South Trust por Wacovia para formar el cuarto mayor banco del país –por delante de Wells Fargo en volumen de activos–.^[36] Se avecinan tiempos difíciles y para afrontarlos el supervisor bancario prefiere disponer de una estructura sólida de bancos grandes, capaces de transmitir con celeridad los impulsos emitidos desde la Fed, a tener que actuar de bombero si la debilidad de los balances de los hogares se contagia a los de los pequeños bancos, con la consiguiente amenaza de reacciones en cadena.

Como los nuevos requerimientos de capital de Basilea II afectan especialmente a los bancos con actividades internacionales y existe cierta correlación entre las disponibilidades de capital y el número y volumen de fusiones y adquisiciones,^[37] es previsible que la consolidación se acelere con carácter global (lo que, según Barclays Bank, podría suceder mucho antes de su entrada en vigor, para adoptar posiciones estratégicas por anticipado).

¿Será capaz la economía real de tomar el relevo de manos de la economía monetaria? ¡Ojalá!

La cuestión a dilucidar consiste en saber si el poderoso empujón dado por la Fed a los mercados durante los últimos tres años y medio bastará para que la economía real tome ahora el relevo,^[38] o si la fragilidad de sus fundamentos aboca a que al terminar la fiesta monetaria todo se detenga y comience un lento y penoso ajuste. Esto es, la cuestión consiste en saber si la situación de alto riesgo ha pasado o si la economía americana todavía se encuentra amenazada por el “mal japonés” –precisamente ahora, cuando este último enfermo parece empezar a recuperarse, dada la recalificación de los principales bancos recientemente realizada por Standard & Poors–.

En *Sobre estabilidad de precios, deflación y trampas de liquidez en el G3* se señalaba que en el caso norteamericano la “madre de todas las burbujas” había consistido en descontar por anticipado y en un brevísimo plazo de tiempo los beneficios derivados de la nueva revolución tecnológica, como si éstos fuesen a aparecer inmediatamente –y no escalonarse a lo largo de todo un ciclo Kondratieff, como ha venido sucediendo desde la Revolución Industrial– y como si tales beneficios pudieran encapsularse y conservarse en coto cerrado para su uso y disfrute por unos pocos. Algo de eso ha habido, ciertamente. El caso de Microsoft es un buen ejemplo del nuevo tipo de monopolio, beneficiario de la economía de rendimientos crecientes de la era digital. Pero éste no es ni mucho menos un caso general. Antes, al contrario, en ausencia de barreras de entrada en los sectores tecnológicos –que los reguladores van siendo capaces de desmontar–, el beneficio de la inversión no lo retienen los inversores, sino que se difunde rápidamente por toda la economía,^[39] como lo ha seguido haciendo después de la crisis, afectando, por ejemplo en 2004 a todo el sector de las telecomunicaciones y las tecnologías de la información.

Conclusiones: La pervivencia de fuertes desequilibrios indica que el mal japonés no ha dejado de acechar a Japón, a la Unión Europea o a EEUU, y, con ellos, a la economía global. Stephen Roach, “el avinagrado”, ve muchos nubarrones en el horizonte, porque la economía actual se ha convertido en la “economía del desequilibrio global”: tan sólo los desequilibrios de balanza de pagos se han triplicado desde 1994-1995, sumando actualmente el 3% del PIB global, de modo que hacer frente al mismo tiempo al “factor Fed” y al “factor China” resultará muy complicado –además de los desequilibrios presupuestarios crecientes en la UE–. Dentro de su casa, sin embargo, hay variedad de opiniones^[40] y para los 34 panelistas especializados en previsión (*Gurus*), reunidos a finales de junio por *BusinessWeek*, las probabilidades de éxito esta vez son muy elevadas.^[41]

Además, de todos los análisis sobre difusión tecnológica disponibles se deduce que, tras la crisis provocada por el galope desbocado de la primera ronda de innovación, aparece ahora una segunda carrera, de aliento más reposado.^[42] Un clima más sosegado podría estimular un cambio de ritmo en las estrategias empresariales, de los mercados y de la economía política del crecimiento, para reemprender la marcha pero con un horizonte de largo plazo. Y si se evitasen las premuras de la economía sincopada por el ciclo político y por la fiebre del oro, el contexto podría facilitar la recuperación de los fundamentos, porque, como afirma el BIS “ha llegado la hora del reequilibrio”.^[43]

Pero esto no es algo que vaya a surgir por generación espontánea, ni es fácilmente previsible que ocurra en ausencia de un cambio en el clima político, que devuelva a la economía real al centro de la escena y someta a la economía financiera a una mayor transparencia y a un fuerte control a escala global, acelerando los trabajos del Foro de Estabilidad Financiera y de construcción de la Nueva Arquitectura Financiera Internacional, que han languidecido en estos últimos tiempos.^[44] Lo que exige, como prerequisite, el abandono de la política de unilateralismo norteamericano, tanto político como económico.

Álvaro Espina Montero, Vocal asesor de la Dirección General de Política Económica (Ministerio de Economía, España) y profesor asociado del Departamento de Sociología I (Universidad Complutense de Madrid).

^[1] Véase Nell Henderson, “A More Frequent Visitor. Greenspan’s White House Trips Increased Sharply in Recent Years”, *Washington Post*, 27/V/2004.

^[2] Véase Stephen Roach “Global: Escape Act, June 14, 2004”, *Global Economic Forum*, en <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040614-mon.html>.

^[3] Véase “ Inflación: ¿cómo reaccionará la Fed?”, *Boletín de Universia-Knowledge@Wharton*, Junio 16-Junio 29, 2004, <http://www.wharton.universia.net/index.cfm?fa=whatshot&language=spanish>.

^[4] “Leaders Determine if the Economy is Ready to Grow... It is Time to Grow”, en *The Emerging Face of Technology*, A Special Report by CNET News.com and Knowledge@Wharton, 24/III/2004, <http://knowledge.wharton.upenn.edu/index.cfm?fa=viewArticle&ID=947>.

^[5] Véase Brian Arthur, “Competing Technologies, Increasing Returns and Lock-in by Historical Events,” *Economic Journal*, 99, 106-131, 1989, e “Increasing Returns and the New World of Business”, *Harvard Business Review*, July-August 1996.

[6] Véase Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook. Advancing Structural Reforms*, abril 2004, disponible en Internet en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/01/index.htm>.

[7] En España, el valor de la vivienda equivale a las tres cuartas partes de la riqueza de los hogares. En 2003 la tasa anual de crecimiento de su valor (17%, tras otros tres años con crecimientos por encima del 10%) casi triplicó a la del crecimiento del gasto en consumo final de los hogares (3%), siendo su principal componente explicativo, mientras que la riqueza financiera –que había disminuido en los tres años anteriores– y la renta disponible crecieron casi al mismo ritmo que el consumo (gráfico IV.3 del Informe del BdE para 2003). En el primer trimestre de 2004 el consumo doméstico creció a un ritmo todavía superior (5,4%).

[8] Véase Stephen Roach, “Global: The Asset Economy”, *Global Economic Forum*, 21/VI/2004, en <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040621-mon.html#anchor2>.

[9] Véase “How to Slay America’s Monster Trade Gap?”, *The Economist*, Global Agenda, 22/VI/2004.

[10] Véase Stephen Roach, “Global: The Baton Pass”, *Global Economic Forum*, 7/VII/2004, en <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040607-mon.html>.

[11] Véase la entrevista a Bill Gross, creador de PIMCO, en “Memo to the Fed: Hurt My Fund, Please”, *Business Week online*, 7/VI/2004, en http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/jun2004/nf2004067_9398_db008.htm

[12] F. Thomas Juster, Joseph P. Lupton, James P. Smith y Frank Stafford, “The Decline in Household Saving and the Wealth Effect”, *Finance and Economics Discussion Series* 2004-32 (June), en

<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200432/200432pap.pdf>.

[13] Véase Alan Greenspan, *Financial Literacy*, 13/V/2004, en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/>.

[14] “Global: Global Blow-off?”, 1/VI/2004, *Global Economic Forum*, en <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040601-tue.html>.

[15] Véase Bernanke “Gradualism”, Seattle, 20/V/2004, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/default.htm>.

[16] Véase el *World Economic Report* de 2004, en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/01/index.htm>, especialmente el capítulo II: “The Global Implications of the US Fiscal Deficit and of China’s Growth”, Jordi Galí, J. David López-Salido y Javier Vallés, “Understanding the Effects of Government Spending on Consumption”, en *International Finance Discussion Papers*, n° 805, abril 2004 (“draft: November 2003”), en <http://www.federalreserve.gov/pubs/IFDP/2004/805/ifdp805.pdf>; “Daily Treasury Yield Curve Rates”, en <http://www.treas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield.html>; y Stephen Roach, “Global Wild Cards”, 10/V/2004, en <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040510-mon.html>.

[17] Véase Maria Gabriella Briotti, “Fiscal Adjustment Between 1991 and 2002: Stylised Facts and Policy Implications”, *ECB Occasional Paper* n° 9, febrero 2004, <http://www.ecb.int/pub/ocp/ecbocp9.pdf>.

[18] Comentarios de Governor Donald L. Kohn, “Monetary Policy in a Time of Macroeconomic Transition”, 25/III/2004, en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040325/default.htm>.

[19] Stephen Roach, “Measured Bubbles”, y “The Mother of All Carry Trades”, *Global Economic Forum*, 7/V/2004 y 4/VI/2004, disponibles en internet en <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/digests.html>.

[20] Véase A. Greenspan, “Central Bank Panel Discussion: Economic Developments”, 8/VII/2004, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/>.

[21] Los datos y la situación del empleo pueden verse en

<http://www.bls.gov/news.release/empst.t01.htm>. La evaluación de los sindicatos, en <http://www.aflcio.org/yourjobeconomy/jobs/jobcrisis.cfm>. Las horas trabajadas en las manufacturas en "Productivity and Costs", 3/VI/2004, en

<http://www.bls.gov/news.release/prod2.nr0.htm>.

[22] Véase "Remarks by Vice Chairman Roger W. Ferguson, Jr.", "Macroeconomic Outlook and Uncertainties", 8/IV/2004,

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040408/default.htm>. Véase también "Puzzling through the Jobless Recovery – Or is it a Fundamental Shift?", *Knowledge@Wharton*, 10-23/III/, "Job Growth Disappoints – Again", *BusinessWeek online*, 5/III/2004.

[23] Gary Clyde Hufbauer y Paul Grieco, "Senator Kerry on Corporate Tax Reform: Right Diagnosis, Wrong Prescription", *International Economics Policy Briefs*, nº PB04-3, abril 2004, disponible en <http://www.iie.com/publications/pb/pb04-3.pdf>.

[24] Véase "Productivity and Costs", 3/VI/2004, en

<http://www.bls.gov/news.release/prod2.nr0.htm>.

[25] Datos disponibles en

<http://www.federalreserve.gov/Releases/G17/Current/table12.htm>.

[26] Cynthia Bansak, Norman Morin y Martha Starr, "Technology, Capital Spending, and Capacity Utilization", *Finance and Economics Discussion Series*, 2004-30 (mayo), <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200430/200430pap.pdf>.

[27] Véase el capítulo IV del 74º Informe anual del BIS, en

<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2004s4.pdf>.

[28] Véase "Macroeconomic Outlook and Uncertainties", Vice Chairman Roger W. Ferguson, Jr, 8/IV/2004, en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/>.

[29] Véase, Richard Berner, "United States: Consumer Balance Sheet Myths – An Update", *Global Economic Forum*, 21/VI/2004, <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040621-mon.html#anchor2>.

[30] Véase Ted Wieseman, "United States: Birth/Death Confusion", 9/IX/2004,

<http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040609-wed.html>.

[31] Véase Karl E. Case, John M. Quigley y Robert J. Shiller, "Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market", NBER Working Paper, nº 8606, noviembre 2001, <http://papers.nber.org/papers/w8606.pdf>.

[32] José M. Domínguez Martínez, "Fiscalidad y coste del endeudamiento de la inversión en vivienda en España", *Cuadernos de Información Económica*, nº 180, mayo-junio 2004.

[33] Véase "Global House Prices – Hair-raising: Australia's Housing Bubble Could be the First to Burst. It Won't be the Last", *The Economist*, 3/VI/2004.

[34] Véase Julio Rodríguez López, "El retorno del debate sobre política de vivienda", *El País*, 22/VI/2004. En su *Boletín* de septiembre de 2003 el BdE estimaba que la sobrevaloración se situaba entre el 8% y el 20%.

[35] Véase *The State of the Banking Industry, Testimony of Chairman Alan Greenspan ant Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate*, 20/IV/2004, en <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Testimony/2004/20040420/default.htm>.

[36] Véanse las consideraciones de la Fed sobre la idoneidad de las concentraciones bancarias incorporadas a las "Orders Approving the Merger of Financial Holding Companies", "Bank of America Corporation and FleetBoston Financial Corporation", 8/III/2004, y "J.P. Morgan Chase & Co. and Bank One Corporation", 14/VI/2004, en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/all/2004/>.

[37] Aunque los coeficientes resultan insignificantes, véase T.H. Hannan y S.J. Pilloff, "Will the Proposed Application of Basel II in the United States Encourage Increased Bank Merger Activity? Evidence from Past Merger Activity", *FedS*, 2004-13, en <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200413/200413abs.html>.

[38] Véase Stephen Roach "Global: The Baton Pass", *Global Economic Forum*, 7/VI/2004, <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040607-mon.html>.

[39] Véase W.D. Nordhaus, "The Story of a Bubble", *The New York Review of Books*, vol. 51, n° 1, 15/I/2004, <http://www.nybooks.com/articles/16878>.

[40] Véase Stephen Roach, "Global: Disequilibrium Economics", *Global Economic Forum*, 28/VI/2004, disponible en <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040628-mon.html>, en donde pueden contrastarse también las opiniones contrapuestas de otros economistas de Morgan Stanley.

[41] Véase "Not Much Can Stop This Elevator. Inflation? Rate hikes? Forecasters Say the Economy is Robust Enough to Take it", *BusinessWeek online*, 28/VI/2004.

[42] Véase Martin Neil Bailey, "The New Economy: Post Mortem or Second Wind", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 16, n° 2, Spring 2003, pp. 3-22. Para las IT, resultan ilustrativos los "Technology Special Reports" de *BusinessWeek online*: "Telecom's New Shape" (2/III/2004), "Voice over IP" (6/I/2004), y "E-Biz Strikes Again" (10/V/2004). También "State-of-the Art in Direct Mail: Getting Ever Closer to the Customer", disponible en <http://knowledge.wharton.upenn.edu/index.cfm?fa=viewarticle&id=951>.

[43] Véase el capítulo I de su 74° Informe anual, en <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2004s1.pdf>.

[44] Véanse las conclusiones del 74° Informe anual del BIS en <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2004s8.pdf>.